

# Tygodnik ekonomiczny

## EBC otworzy drzwi do obniżek

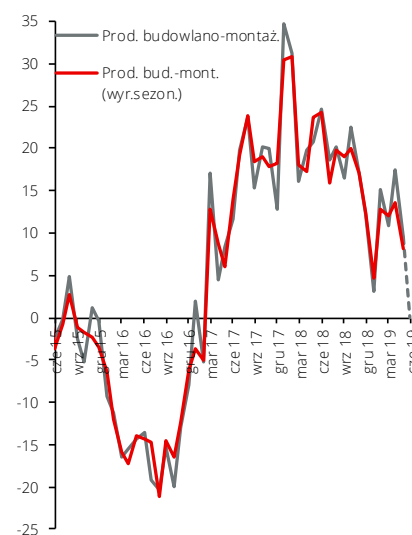
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Seria krajowych danych publikowanych w ostatnim tygodniu potwierdziła spowolnienie aktywności gospodarczej w II kw. i jednocześnie wzrostowy trend inflacji. Naszym zdaniem słabość danych o płacach, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w dużym stopniu wynikała z przejściowych zaburzeń (mniej dni roboczych, układ kalendarza sprzyjający dłuższym urlopom, rekordowe temperatury), ale efekt tego w statystyce PKB będzie odczuwalny w postaci nieco niższego tempa wzrostu w II kw. – wg naszej prognozy 4,5% r/r, wobec 4,7% w I kw.
- W najbliższym tygodniu pojawi się jeszcze trochę krajowych danych, które uzupełnią zestaw informacji z II kwartału, m.in. **produkcja budowlano-montażowa**, która – podobnie jak przemysł i handel detaliczny – zapewne mocno przyhamowała w czerwcu. Nasza prognoza (0% r/r) jest na minimum rynkowych oczekiwań. Poza tym w Biuletynie Statystycznym GUS będziemy szukać dokładniejszej odpowiedzi na pytanie o przyczyny zaskakującej słabości czwercowych danych, m.in. o spowolnieniu wzrostu płac. Pojawią się też **lipcowe indeksy koniunktury**, które rzucą nieco światła na sytuację w gospodarce na początku III kwartału.
- Po ostatnich danych najbardziej optymistyczne zespoły analityczne, które jeszcze niedawno podnosiły prognozy tegorocznego wzrostu PKB na 5%, zaczęły się powoli wycofywać z tych przewidywań. Nasza prognoza całorocznego wzrostu pozostaje bezpieczna na poziomie 4,3%.
- W Europie pojawi się sporo wskaźników wyprzedzających, m.in. **niemiecki indeks Ifo i wstępne PMI**. Konsensus rynkowy zakłada lekką poprawę aktywności w przemyśle i usługach, co byłoby sygnałem, że najgorszy etap cyklu w gospodarce europejskiej może być już za nami.
- Kluczowym wydarzeniem tygodnia będzie **posiedzenie EBC w czwartek**. Nawet jeśli wskaźniki koniunktury w strefie euro nie rozczarują, to nie spowoduje to, że rynek przestanie wierzyć w nadchodzące obniżki stóp. Naszym zdaniem zmiana stóp EBC już w lipcu jest bardzo mało prawdopodobna, ale **spodziewamy się zmiany retoryki banku centralnego** i modyfikacji forward guidance, otwierającej drogę do rozluźnienia polityki pieniężnej tuż po wakacjach. Taka zmiana komunikacyjna jest dość powszechnie oczekiwana i powinna być neutralna dla rynku.
- W międzyczasie pod obserwacją będzie też rozwój sytuacji w Wlk. Brytanii, gdzie we wtorek zostanie ogłoszone nazwisko nowego premiera. Prawie na pewno będzie to **Boris Johnson**, w efekcie czego utrzymają się obawy o materializację scenariusza niekontrolowanego Brexitu na jesieni. Kurs funta raczej pozostanie pod presją przynajmniej do jesieni.
- Tydzień zakończy się publikacją **pierwszego szacunku amerykańskiego PKB za II kw.**, który przyniesie zapewne wyraźne spowolnienie wzrostu. To może wzmocnić oczekiwania obniżek stóp przez Fed. Rynek już teraz mocno obstawia szansę obniżki stóp już na najbliższym posiedzeniu 30 lipca.

### Wnioski rynkowe

- Złoty umocnił się dzięki gołębiym sygnałom z EBC i Fed i osłabieniu dolara, ale w kolejnych dniach nie spodziewamy się kontynuacji tej tendencji. Rynek już teraz wycenia dość agresywnie łagodzenie polityki głównych banków centralnych. Jednocześnie krajowe dane dostarczą kolejnych powodów do korekty nadmiernego optymizmu odnośnie do perspektyw krajowego wzrostu PKB w tym roku. Na rynku długu oczekujemy stabilizacji rentowności na obecnych niskich poziomach.

Produkcja budowlana, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

Czerwiec okazał się być ciekawym miesiącem, gdyż kombinacja niskiej liczby dni roboczych (-2 r/r), święta Bożego Ciała, które sprzyjało długim weekendom i rekordowo wysokie temperatury negatywnie wpłynęły na dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i płacach, co wsparło nasze prognozy dalszego spowolnienia wzrostu PKB do 4,5% r/r w II kw. 2019 r.

**Produkcja przemysłowa** spadła w czerwcu o 2,7% r/r, wyraźnie poniżej oczekiwań i wobec wzrostu o 7,7% r/r w maju. Naszym zdaniem fakt, że mocne spowolnienie dotknęło wiele sektorów naraz, zarówno tych ukierunkowanych na eksport, jak i skoncentrowanych na rynku krajowym, sugeruje, że rozczarowanie nie wynikało z nagłego załamania popytu zagranicznego. Statystyki dot. zamówień w przemyśle, również zagranicznych, nie wskazują na pogorszenie sytuacji, a wręcz przeciwnie – poprawę, więc wskazałobyśmy efekty jednorazowe jako główną przyczynę słabego odczytu czerwcowego i oczekujemy odbicia dynamiki w górę w nadchodzących miesiącach.

**Sprzedaż detaliczna** wzrosła realnie o 3,7% r/r w czerwcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami i wobec wzrostu o 5,6% r/r w maju. Najbardziej ucierpiała sprzedaż dóbr trwałych, która spowolniła do 6,8% r/r po trzech miesiącach wzrostów o ponad 15% r/r. Dobra nietrwałe spowolniły tylko nieznacznie, do 2,6% r/r z 3,0% r/r a główna w tym zasługa sprzedaży odzieży, która wzrosła o 12,9% r/r, ustanawiając tegoroczny rekord. Zachowanie tej kategorii dość mocno rozeszło się z wzorcem sezonowym i naszym zdaniem może to być efekt wysokich temperatur w czerwcu, które zachęcały do wymiany garderoby na letnią.

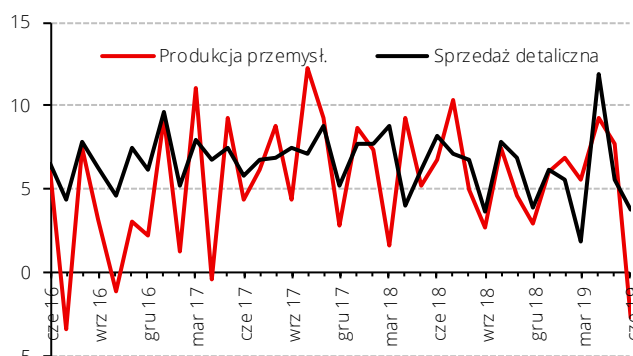
**Wzrost płac** spowolnił w czerwcu do 5,3% r/r, dość wyraźnie poniżej oczekiwań, a wzrost zatrudnienia przyspieszył do 2,8%, nieco powyżej konsensusu. Naszym zdaniem spowolnienie płac miało charakter przejściowy, co oznacza, że w kolejnych miesiącach dynamika powinna ponownie przyspieszyć. Niedobór siły roboczej jest nadal problemem i jeśli zatrudnienie ma dalej rosnąć, to firmy nie mają innego wyjścia tylko oferować coraz wyższe stawki aby przyciągnąć pracowników. Niemniej, póki co dane o płacach to gołębi sygnał dla RPP, który utwierdzi Radę w opinii, że Polsce nie grozi rozkręcenie spirali cenowo-płacowej. Pomimo słabszego wzrostu płac konsumenci są w dalszym ciągu dość optymistyczni. W lipcu **nastroje konsumentów** pogorszyły się lekko zarówno jeśli chodzi o bieżącą ocenę sytuacji, jak i oczekiwaną. Oba indeksy pozostały jednak blisko rekordów. Perspektywy konsumpcji pozostają dobre, a w najbliższych kwartałach powinna ona być dodatkowo wspierana przez transfery socjalne.

**Inflacja CPI** przyspieszyła w czerwcu do 2,6% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem i po raz pierwszy od niemal siedmiu lat przekroczyła cel inflacyjny. Na wzrost złożyły się wyższe ceny żywności (5,7% r/r) oraz inflacja bazowa, która wyniosła 1,9% r/r, w tym wzrost cen usług wyniósł 3,9% r/r. Podtrzymujemy zdanie, że inflacja będzie w kolejnych kwartałach nadal rosła szybciej niż przewiduje bank centralny. W wakacje może się ustabilizować, ale grudniu br. CPI zbliży się do 3%, a w styczniu 2020 może osiągnąć 4% r/r. Dla najbardziej jastrzębich członków RPP będzie to wystarczający argument by zgłosić wniosek o podwyżkę stóp NBP. Większość członków Rady będzie zapewne podzielać opinię prezesa NBP, że wzrost inflacji ma charakter przejściowy i w warunkach spowolnienia gospodarki światowej i bardziej gołębiej polityki Fed i EBC należy go przeczekać.

Rząd przyjął projekt ustawy **obniżającej pierwszy próg PIT** z 18% do 17% i podnoszącej koszty uzyskania przychodu. Obniżka podatku ma wejść w życie 01.10. Roczny koszt tych zmian to 9,7 mld zł.

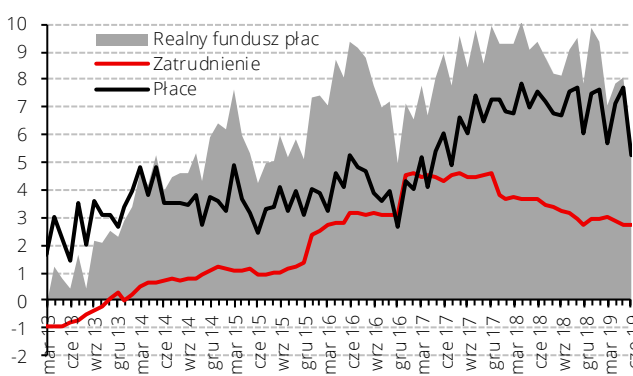
**Saldo obrotów bieżących** wyniosło w maju ok. +1 mld €, prawie dwukrotnie więcej niż oczekiwano. Eksport i import przebiły oczekiwania rosnąc o odpowiednio 13,3% r/r i 11,2% r/r. 12-miesięczne saldo obrotów bieżących praktycznie się wyzerowało. Szczególnie zwraca uwagę siła eksportu, który nie tylko „oderwał się” od niemieckiego, ale jeszcze radzi sobie wyraźnie lepiej niż krajowy przemysł. Uważamy jednak, że tak dobre wyniki w handlu będzie ciężko utrzymać i w dalszej części roku bilans handlowy się pogorszy.

## Produkcja i sprzedaż detaliczna, % r/r



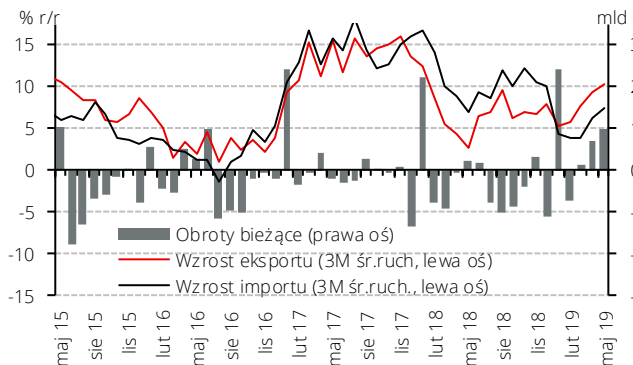
Źródło: GUS, Santander

## Dane z rynku pracy, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Elementy bilansu płatniczego



Źródło: NBP, Santander

## Cytat tygodnia:

**Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 15/07/2019:** Lipcowa projekcja inflacji pokazuje, że niemal w całym jej horyzoncie inflacja będzie utrzymywać się powyżej 2,5 proc. i dopiero pod koniec 2021 r. zjedzie w okolice celu. Jeśli taka ścieżka cen zostałaby zrealizowana, to według mnie istnieje konieczność reakcji po stronie polityki monetarnej poprzez podwyżkę stóp procentowych, być może pod koniec tego roku. Natomiast obecnie jest zbyt wcześnie na decyzję o podwyżce, gdyż istnieje wiele czynników niepewności co do faktycznej realizacji tej ścieżki. Jeżeli będziemy jednak dysponować danymi, które wskazywałyby na permanentne utrzymywanie się inflacji powyżej 2,5 proc., to trzeba reagować.

**Kamil Zubelewicz, członek RPP, PAP, 18/07/2019:** Obecnie nie spodziewam się zmiany stóp procentowych, jednak wnioski o ich podwyżkę prawdopodobnie pojawiają się w ostatnich miesiącach tego roku, jeśli ceny będą rosły zgodnie z lipcową projekcją. Niestety skłonność obecnej Rady do reakcji nie jest duża, choć rosnąca część RPP wyraża swój dyskomfort w związku z perspektywami wzrostu cen. Moim zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że obecna RPP nie zmieni poziomu stóp procentowych do końca kadencji.

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Złoty odrobił część strat poniesionych w ubiegłym tygodniu i EURPLN obniżył się do 4,255 z 4,27, USDPLN cofnął się poniżej 3,80, CHFPLN ustabilizował się wokół 3,84, a GBPPLN pozostał blisko 4,75. Polska waluta skorzystała z kolejnych gołębih sygnałów z EBC i Fed oraz słabszego dolara.

**Rynek stopy procentowej** Rentowności i IRS nie kontynuowały korekty wzrostowej rozpoczętej w poprzednim tygodniu i wróciły do lub nawet poniżej swoich lokalnych minimów ustanowionych na początku lipca. Wbrew naszym oczekiwaniom, ruch w górę rentowności na rynkach bazowych był przejściowy i Bundy oraz Treasuries dalej zyskiwały dzięki gołębim sygnałom z banków centralnych. W kraju, spread 2-10 dla obligacji przestał spadać, podobnie jak 10-letni spread Polska-Niemcy. 10-letni spread asset swap dalej się obniżał i osiągnął najniższy poziom od października 2018.

### Kluczowe wydarzenia

W ostatnich dniach EURPLN i USDPLN poruszały się trendach bocznych, ale wydarzenia zaplanowane na najbliższy tydzień mogą spowodować wzrost zmienności.

W czwartek odbędzie się konferencja prasowa po posiedzeniu EBC. W ostatnich tygodniach na rynek docierały gołębie (choć często nieoficjalne) sygnały z banku centralnego. Zakładamy, że w lipcu EBC złagodzi swoją retorykę sugerując, że jest przestrzeń do obniżek stóp.

W środę poznamy wstępne lipcowe PMI dla przemysłu i usług. Indeksy dla usług Niemiec i całej strefy euro wyglądają nieźle, ale przemysłowe są niebezpiecznie blisko swoich wielomiesięcznych minimów. Indeks Ifo (publikacja w czwartek) też jest daleki od wspierania nadziei na to, że dołek spowolnienia jest już za nami. Rynek oczekuje lekkiego odbicia PMI dla przemysłu i Ifo, publikacja może przesądzić o tym jak oceniane będą perspektywy dla europejskiej gospodarki w najbliższym czasie.

Tydzień zakończy się pierwszym odczytem PKB dla USA za II kw. Rynek wycenia w pełni obniżkę stóp Fed o 25 pb i widzi 50% szans na ruch o 50 pb.

W kraju produkcja budowlana będzie ostatnim brakującym elementem do obrazu sytuacji w gospodarce w II kw. W piątek odbędzie się aukcja obligacji.

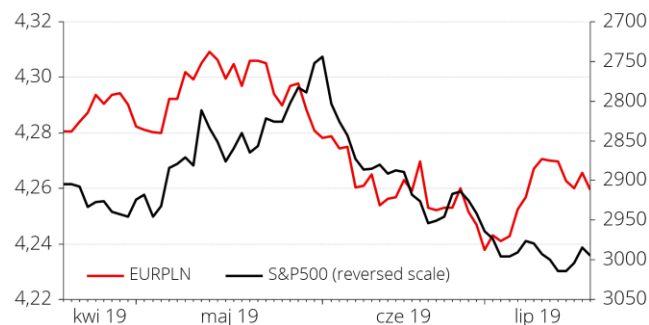
### Wpływ na rynek

**Rynek FX** W ostatnich dniach EURPLN poruszał się między dołkiem i szczytem z poprzedniego tygodnia. Sądzymy, że w kolejnych tygodniach złoty może być pod presją. Ostatnie dane z Polski dostarczyły silnych dowodów na spowolnienie wzrostu w II kw. Jednocześnie, inflacja dalej rośnie, a retoryka RPP pozostaje neutralna. Kombinacja wolniejszego wzrostu PKB i rosnącego CPI nie będzie raczej wspierająca dla złotego, szczególnie po aprecjacji z poprzednich tygodni. Nie zakładamy, aby kolejne sygnały z banków centralnych przekroczyły oczekiwania rynku i umocniły krajową walutę. Co ciekawe, według Bloomberg, waluty CEE radzą sobie słabiej niż reszta walut z rynków wschodzących do euro i dolara jak od tej pory w lipcu.

**Rynek stopy procentowej** Nie oczekujemy, by rentowności obligacji na rynkach bazowych spadły poniżej lokalnych minimów z początku lipca, bowiem retoryka EBC będzie raczej neutralna dla rynku. W rezultacie oceniamy, że potencjał do dalszego spadku rentowności polskich obligacji również jest ograniczony w kontekście tego, że 10-letni spread Polska-Niemcy jest blisko wsparcia na 250 pb.

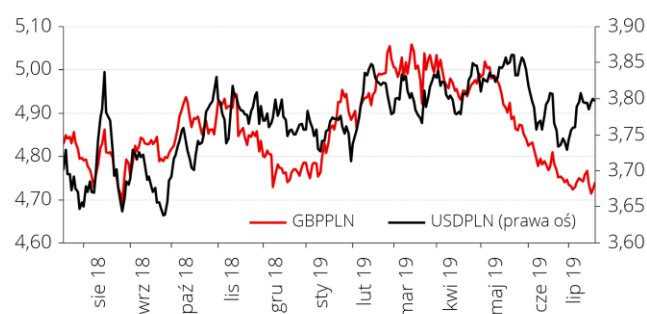
Aukcja obligacji powinna być udana przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, planowana przez Ministerstwo Finansów emisja długu w III kw. wynosi zaledwie 7-13 mld zł, z czego 4-7 mld zł zaoferowane ma być w piątek. Tego dnia zapada PS0719 i przypadają płatności kuponów, co też powinno wspierać popyt.

### EURPLN i S&P500



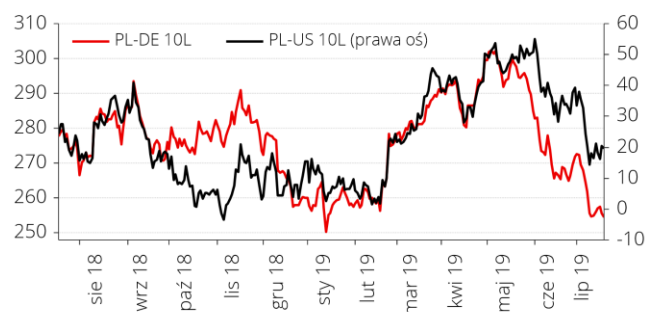
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### GBPPLN i USDPLN



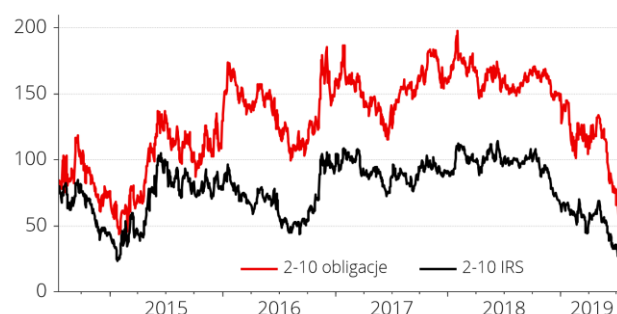
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 10-letnie spready PL-DE i PL-US (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spready 2-10L (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (22 lipca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VI	% r/r	10,2	10,3	9,9
<b>WTOREK (23 lipca)</b>							
10:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	3,1	0,0	9,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	5,3	5,3	5,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	% m/m	0,1	-	2,5
<b>ŚRODA (24 lipca)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	VII	pkt	45,2	-	45,0
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	VII	pkt	55,3	-	55,8
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	VII	pkt	47,8	-	47,6
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	VII	pkt	53,5	-	53,6
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	% m/m	5,3	-	-7,8
<b>CZWARTEK (25 lipca)</b>							
10:00	DE	Ifo	VII	pkt	97,2	-	97,4
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	VI	% m/m	0,8	-	-1,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	216
<b>PIĄTEK (26 lipca)</b>							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	1,8	-	3,1

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązująca ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl